

EMPREENDEDORISMO

SEMELHANÇAS E DIFERENÇAS DE PERSPECTIVAS ENTRE SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO PORTUGUESAS E EMPREENDEDORES POR ESTAS FINANCIADOS

Simão Teixeira – simaopt@hotmail.com (UTAD – Mestrando em Empreendedorismo)

Mário Sérgio Teixeira – mariosergio@utad.pt (CETRAD / UTAD)

Fernando Gaspar - fernando.gaspar@esg.ipsantarem.pt (I. P. Santarém)

RESUMO

Este estudo analisa a atividade do capital de risco em Portugal e, em particular, as percepções dos operadores de capital de risco e das empresas criadas com a sua participação, sobre a natureza desta atividade, através da aplicação por e-mail de um questionário a amostras de cada um destes intervenientes no mercado formal.

A comparação entre as percepções que ambas as partes têm das vantagens do capital de risco, da seleção dos projetos (incluindo os planos de negócio), do processo de negociação e da importância da atividade das empresas de capital de risco para o sucesso ou insucesso das participadas revela algumas diferenças importantes e permite traçar algumas conclusões sobre os verdadeiros problemas que impedem o desenvolvimento da indústria (sobretudo se comparado com países como os EUA, ou mesmo outros europeus), nomeadamente, a falta de dimensão do mercado e de especialização e preparação dos operadores.

ABSTRACT

This study examines the venture capital activity in Portugal and, in particular, the perceptions of venture capital operators and enterprises created with their participation, about this activity nature, through a questionnaire application by e-mail to samples of each one of these actors in the formal market.

The comparison between the perceptions that both operators have about venture capital advantages, projects selection (including business plans), negotiation process and venture capital firms activity importance in the success or failure of subsidiaries reveals some important differences and allows us to draw some conclusions about the real problems that prevent the development of industry (especially compared with countries like U.S., or even other Europeans), in particular, the lack of market size and of operators expertise and preparation.

PALAVRAS CHAVE

Empreendedorismo, Financiamento, Empreendedores, Capital de Risco

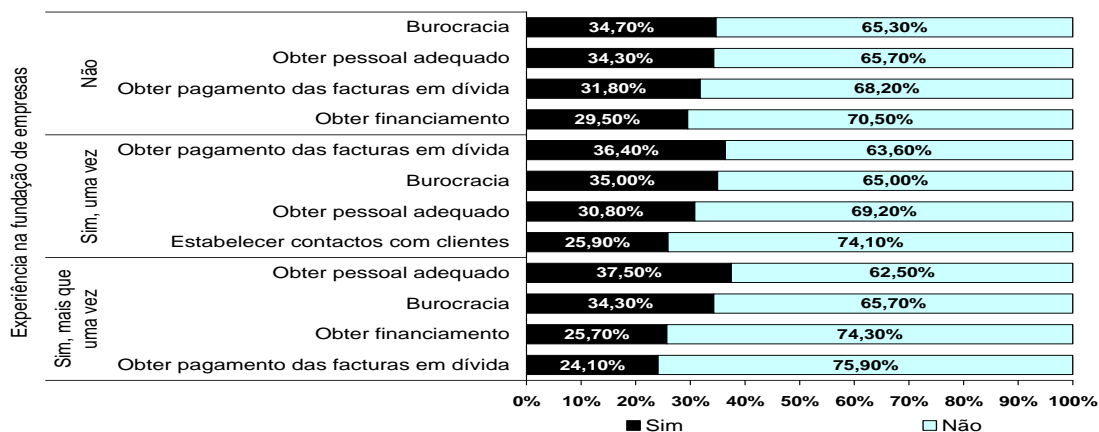
KEY WORDS

Entrepreneurship, Finance, Entrepreneurs, Venture Capital

1. INTRODUÇÃO

As dificuldades na obtenção de financiamento são um dos principais obstáculos sentidos na fundação das empresas, segundo um estudo realizado pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) – DEE/Serviço de Estatísticas das Empresas (2006).

GRÁFICO 1 – Os quatro principais obstáculos na fundação de empresas por grau de experiência



Fonte: INE 2006 (DEE/Serviço de Estatísticas das Empresas)

Como refere Leite & Oliveira (2007:8), “o financiamento é sem dúvida uma questão central no que ao empreendedorismo concerne”. Uma das formas a que o empreendedor pode recorrer para obter financiamento do seu negócio é o capital de risco, tendo Gaspar (2006) apontado para o papel que o capital de risco e a incubação de empresas desempenham no fomento do empreendedorismo, pelo facto de aumentar as probabilidades de um empreendedor criar o seu negócio e contribuir para a sobrevivência das jovens empresas, destacando o papel que as Sociedades de Capital de Risco (SCR) e as incubadoras têm na preparação do empreendedor, criando um ambiente favorável, motivador, dotando-o de recursos e incrementando as suas capacidades na identificação e desenvolvimento de oportunidades (fase inicial do processo empreendedor), eliminando assim barreiras à iniciativa empresarial.

O mercado do capital de risco possui, por um lado, investidores dispostos a apostar em negócios com maiores riscos e expectativas de retorno e, por outro lado, empreendedores que procuram financiamento para desenvolver os seus negócios, tendo Esperança (1995: 49) referido que a própria existência de um sector de capital de risco competitivo e com volumes elevados de capital é fundamental na viabilidade de inúmeros novos negócios que nunca poderiam ter sido realizados se não existisse esta fonte de financiamento, pelo que “o empreendedor e a Sociedade de Capital de Risco são os parceiros naturais da aventura da criação e desenvolvimento empresarial”.

A maior implementação do capital de risco depende muito da relação entre investidores e empreendedores, pelo que a determinação e conciliação das necessidades e expectativas dos intervenientes pode ser decisiva para a construção de um mercado de capital de risco nacional competitivo. A conciliação de empreendedores e investidores de capital de risco foi considerada por Titericz (2003: 13) como “uma das saídas para o desenvolvimento de grandes ideias. Essa interação pode ser considerada perfeita para intensificar o desenvolvimento económico de um País”.

Segundo Ferreira (2004), o capital de risco nos Estados Unidos da América (EUA) e em alguns países da Europa Ocidental constituiu uma fonte privilegiada de novos investimentos, mas a sua evolução em Portugal não correspondeu às expectativas formuladas inicialmente, tendo sido várias as dificuldades encontradas na sua optimização, relacionadas com factores de índole estrutural ou meramente conjuntural.

O problema de investigação com que nos deparamos tem a ver com a menor dinâmica do capital de risco em Portugal, comparativamente a alguns países da Europa e aos EUA. Por isso, importa procurar encontrar explicações para este atraso relativo, para que se possam identificar medidas que permitam a sua redução.

No caso deste projeto de investigação, propomo-nos avaliar a existência de uma eventual não sintonia entre as necessidades e atuações de empreendedores (promotores do negócio) e das SCR (denominados como os investidores formais ou institucionais de capital de risco), que possa ajudar a explicar, em parte, a fraca dinâmica relativa do capital de risco em Portugal. Assim, o objectivo principal da investigação é o de conhecer a evolução do capital de risco em Portugal nos últimos anos e analisar os desajustamentos eventuais entre empreendedores e SCR que possam contribuir para que este instrumento financeiro tenha as suas potencialidades ainda subaproveitadas. Com este estudo, pretendemos perceber os aspectos que envolvem o processo de investimento onde existe consenso ou divergência entre cada grupo de intervenientes (Empreendedores e SCR).

2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

O empreendedor na procura de recursos financeiros para o seu negócio pode recorrer a diversas fontes de financiamento internas e externas, que podem integrar o seu capital próprio ou alheio, onde se inclui o capital de risco, o qual foi considerado por Rodrigues (1995: 25) como um “cabaz aberto, globalmente definido por capitais próprios e competências de gestão”. Já Hisrich & Peters (2002) apontam para a existência de três mercados de capital de risco que podem financiar o crescimento de uma empresa, como: o mercado de risco informal, o mercado de risco formal e o mercado de participação accionista pública.

Nesta investigação iremos trabalhar com os intervenientes no mercado formal, pois o nosso objeto de estudo serão os investidores institucionais ou também designados como formais (SCR) e os promotores do negócio (empreendedores). De forma a melhor caracterizar o mercado de capital de risco, Pereira (1996: 94) identificou o seu mercado como, sendo constituído pelos “empreendedores que apresentam propostas de participação aos capitalistas de risco, estes são os seus clientes; em contrapartida, os capitalistas de risco financiam a sua atividade junto de bancos, fundos de investimentos, empresas, particulares, etc., são os seus fornecedores de fundos”.

Para o termo empreendedor, tal como sucede para o empreendedorismo, existe uma grande diversidade de definições, referindo Dornelas (2005: 39), que em qualquer definição de empreendedorismo se podem encontrar os seguintes aspectos relativos ao empreendedor:

- Iniciativa para criar um novo negócio e paixão pelo que faz;
- A utilização dos recursos disponíveis de forma criativa transformando o ambiente social e económico onde vive;
- Aceitar assumir os riscos cálculos e a possibilidade de fracassar.

Os *venture capitalists* (ou capitalistas de risco) representam o que alguns autores designam como o mercado organizado, formal ou institucional de capital de risco. Banha (2000: 138) define as SCR, como “empresas cuja estratégia reside na realização de investimentos de longo prazo, em ações/ quotas de empresas não cotadas, e cujo rendimento advém principalmente dos resultados obtidos com a alienação desses investimentos, quer através da revenda das ações aos seus fundadores ou a outros acionistas, quer ainda através de uma OPV”.

Roquette (1995) procura identificar os aspectos que podem conduzir às possíveis fontes de problemas e mal entendidos entre os habituais promotores de negócios (empreendedor/empresas familiar) e as SCR, por intermédio de uma clarificação do perfil, motivações e objectivos de ambos, tendo encontrado vantagens do relacionamento, “uma vez que as qualidades de cada uma das partes atenuam as limitações e carências das outras”.

TABELA 1 – Perfil, motivações e objectivos de cada um dos intervenientes no mercado de capital de risco formal

Promotores do projecto	Investidor de risco (SCR)
Empresa familiar	<ul style="list-style-type: none">- Sensibilidade apurada para avaliar oportunidades e detectar ameaças;- Capacidade para acrescentar valor às iniciativas em que aposta, reforçando a capacidade de gestão e de negociação junto à banca;- Obsessão por projetos inovadores e por equipas empreendedoras.
<ul style="list-style-type: none">- Fraca capacidade de gestão (sobretudo na área financeira);- Pouca aptidão para planear o futuro do seu negócio;- Falta de capitais próprios;- Pouco hábito de prestar contas a terceiros.	
Empreendedor	
<ul style="list-style-type: none">- Sentido de oportunidade;- Dotado de criatividade e persistência;- Dificuldade em reconhecer os pontos fracos da sua ideia/projeto.	

Fonte: Adaptado de Roquette (1995: 80)

Pelo facto de serem membros e cumprirem as regras definidas pelas associações de capital de risco nacional e europeia (EVCA), podemos afirmar que as SCR representam o capital de risco institucional (Banha, 2000).

Soares (1995) realça a importância do capital de risco no financiamento das empresas de pequena e média dimensão através de recursos estáveis e duradouros, com a subscrição e aquisição de ações. No entanto, o recurso a esta modalidade de financiamento ainda é relativamente pouco utilizado em Portugal, conforme é comprovado pelo gráfico seguinte.

GRÁFICO 2 – Financiamento do arranque da empresa



Fonte: INE, 2006 (DEE/Serviço de Estatísticas das Empresas)

No que respeita à falta de utilização pelos empreendedores do capital de risco como fonte de financiamento nos diversos países europeus, segundo uma sondagem¹ realizada em 2004 a 2500 empresários de 15 países europeus, o risco de perda de controlo foi um factor decisivo referido por 24% dos empreendedores para que estes não recorressem ao *private equity* e ao capital de risco, seguido pela falta de informações sobre o processo de investimento de capital de risco, que foi referida por 23% dos empreendedores (EVCA, 2007: 3).

Antes de se recorrer ao capital de risco como modalidade de financiamento, é necessário ter presentes as diferentes fases do processo de investimento do capital de risco.

TABELA 2 – As diferentes fases do processo de investimento do capital de risco

FASE	EMPREENDEADOR	EMPREENDEADOR E EMPRESA DE PRIVATE EQUITY	EMPRESA DE PRIVATE EQUITY	RELATÓRIOS
Procura da empresa de private equity / avaliação do plano de negócios	<ul style="list-style-type: none"> Nomear assessores Preparação do plano de negócios Contactar empresas de <i>private equity</i> 		<ul style="list-style-type: none"> Revisão do plano de negócios 	<ul style="list-style-type: none"> Plano de negócios
As primeiras inquirições e negociações	<ul style="list-style-type: none"> Proporcionar informação adicional 	<ul style="list-style-type: none"> Encontro para discutir o plano de negócios Construir a relação Negociar um esboço do acordo 	<ul style="list-style-type: none"> Realizar inquéritos iniciais Avaliar o negócio Considerar a estrutura de financiamento 	<ul style="list-style-type: none"> Carta com oferta de acordo (<i>offer letter</i>)
Due diligence		<ul style="list-style-type: none"> Estabelecer o contacto com contabilistas Estabelecer o contacto com outros consultores externos 	<ul style="list-style-type: none"> Iniciar a avaliação externa (<i>due diligence</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> Relatórios de consultores Relatórios de contabilistas

¹ “Awareness & Perceptions of the Venture Capital/Private Equity Industry”, realizado para a EVCA pelo EOS Gallup Europe, em Abril de 2004.

Negociação e conclusão final	<ul style="list-style-type: none"> • Disponibilizar toda a informação relevante sobre o negócio 	<ul style="list-style-type: none"> • Negociar as condições finais do acordo • Elaboração do documento de constituição e dos direitos de voto 	<ul style="list-style-type: none"> • Elaboração da documentação final (acordo) 	<ul style="list-style-type: none"> • Carta de divulgação • Memorando e estatutos da sociedade • Acordo dos acionistas
Acompanhamento	<ul style="list-style-type: none"> • Prestação de contas periódicas • Comunicação regulares com o(s) investidor(es) 		<ul style="list-style-type: none"> • Assento no conselho de administração (?) • <i>Input</i> construtivo • Acompanhamento do investimento • Envolvimento nas grandes decisões 	<ul style="list-style-type: none"> • Contas de Gestão • Atas de assembleias e outras reuniões
Saída				

Fonte: “A guide to Private equity”, BVCA/PWC, June 2003 *in* EVCA (2007)

O processo de procura de financiamento por meio de capital de risco começa pela preparação/elaboração de um plano de negócio (PN), para que numa fase posterior seja enviado para diversas SCR, sendo este o principal documento que o investidor utiliza na avaliação do potencial do negócio. Acima de tudo, este é o “cartão de visita” do empreendedor, o primeiro contacto estabelecido com os investidores.

Para Banha (2000: 103), o PN assume na indústria de capital de risco “um papel fundamental, pois é um documento que permite, por um lado, ao empreendedor, atingir o seu grande objectivo - angariar o capital necessário ao seu negócio, por outro lado, aos investidores, possuírem uma ferramenta útil na análise de oportunidades de investimento”. Os empreendedores bem preparados deverão ter conhecimento prévio, antes do envio do PN, de quais são as SCR que estão mais vocacionadas para o sector de atividade do projeto (Roquette, 1995: 83).

Dornelas (2005: 98) definiu o PN como “um documento usado para descrever um empreendimento e o modelo de negócios que sustenta a empresa. Sua elaboração envolve um processo de aprendizagem e autoconhecimento, e, ainda, permite ao empreendedor situar-se no seu ambiente de negócios”. A APCRI define o PN como um “plano base, essencial para a estruturação e defesa de uma nova ideia de negócios”.

Apesar do empreendedor ter adquirido um conhecimento razoável das fontes de financiamento existentes no mercado, no que respeita ao capital de risco como alternativa de financiamento e ao seu relacionamento com a SCR, existe ainda uma percepção pouco clara e por vezes incorreta das suas vantagens reais por parte dos seus potenciais utilizadores, que são as PME (Roquette, 1995).

As principais vantagens do capital de risco para Soares (1995: 57) provêm do seu “carácter de parceria no capital, no risco e na gestão, resultando num posicionamento de complementaridade e supletividade da liderança do promotor, potenciando as suas capacidades de gestão/empreendimento e a sua imagem/credibilidade junto dos sistemas empresarial, financeiro e do Estado”.

Apear das vantagens de informação assimétrica favorável ao empreendedor, Moreira (2002: 90) apontou as seguintes desvantagens ao capital de risco que podem decorrer da participação das SCR em novas empresas:

- Interferência na gestão estratégica dos negócios;
- Condições de realização da operação de investimento podem criar alto grau de comprometimento legal do empreendedor;
- Podem tornar-se “donos” da empresa;
- Tem opção de venda da empresa para viabilizar liquidez para o fundo;
- Processo de decisão torna-se mais formal e, possivelmente, lento.

A informação assimétrica está relacionada com a teoria de agência, dado que o agente (empreendedor) possui maior informação sobre o negócio que o principal (SCR)², o que lhe permite atuar no seu próprio benefício (Barry, 1994). Este fenómeno de existência de informação imperfeita e não equitativamente partilhada,

² Barry (1994: 4) refere que os “conflitos surgem nessas situações porque o empresário pode ter informações desconhecidas para o capitalista de risco e pode optar por evitar fazer investimentos ou fazê-los em excesso, criando custos de agência”.

característica das empresas, segundo Rodrigues (1995: 26) leva “à existência de diferenças na informação disponível entre os empresários e os eventuais financiadores”. Deste facto, resulta a dificuldade do investidor face à falta de informação credível, auferir a qualidade da empresa/projeto, conduzindo a uma percepção inadequada do risco e da rentabilidade associada.

Os problemas de assimetria de informação são mais notórios em empresas num estágio inicial de desenvolvimento (*early-stage*), com produtos e serviços novos, devido à dificuldade de valorização e determinação do grau de fiabilidade da informação obtida (Gompers, 1995; Schmitt Júnior, 2002). Quando falamos em empresas com uma maior precisão da informação e da previsibilidade da sua performance, com clara consistência do produto e mercado, com informações contabilísticas e de gestão mais fiáveis, permite uma melhor condição de avaliação, conduzindo a menores níveis de assimetria de informação e a melhor condição na realização do investimento (Schmitt Júnior, 2002).

Na seleção e avaliação de projetos, a assimetria de informação torna-se mais perceptível, devido a que os empreendedores tem tendência no seu PN, a destacar os aspectos positivos, dissimulando aqueles aspectos que possam prejudicar negociações e a apresentar projeções financeiras excessivamente optimistas que não traduzem a realidade dos factos. Por sua vez, salvaguardando-se do risco, o investidor tende a subvalorizar os projetos. Segundo Rodrigues (1995: 26), a existência de agentes especializados, que “possam recolher e reconhecer a qualidade da informação prestada por este tipo de empresas” é de extrema importância, pois permite que a informação circule de tal forma que os agentes económicos possam diferenciar os bons dos maus projetos e tomem as decisões corretas perante determinada situação.

A negociação de contratos de investimento é a forma que o investidor tem de se proteger de potenciais problemas de agência numa empresa. Mas a existência de contratos completos é inatingível, quer devido a aspectos legais, quer pela impossibilidade de prever todas as situações possíveis no quotidiano da empresa.

No que respeita à disponibilidade de financiamento em Portugal, a *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) nos seus relatórios nacionais³, considera o apoio financeiro como um dos factores de relevo no desenvolvimento da atividade empreendedora, considerando estes factores como condições estruturais de empreendedorismo⁴, examinando a suficiência de apoio financeiro para empresas novas e em desenvolvimento, incluindo as bolsas e os subsídios.

No âmbito deste relatório, foram inquiridos um conjunto de especialistas em cada país sobre diversas questões. O resultado da média das opiniões dos especialistas nacionais aponta para uma melhoria no apoio financeiro em 2007 face a 2004, embora ainda abaixo da média dos países analisados ou da União Europeia.

TABELA 3 – A suficiência de apoio financeiro no desenvolvimento empresarial

Condições estruturais de Empreendedorismo	Pontuação Média			
	Portugal 2004	Portugal 2007	GEM 2007	UE 2007
Apoio financeiro	-0,69	-0,22	-0,13	-0,02

Fonte: Relatório GEM Portugal 2007 - Sondagem (Questionário) a Especialistas dos Países GEM 2007

Escala: Muito Insuficiente (-2,00 a -1,50); Insuficiente (-1,49 a -0,50); Nem suficiente nem insuficiente (-0,49 a 0,49); Suficiente (0,50 a 1,49) e Totalmente Suficiente (1,50 a 2,00)

Segundo os especialistas nacionais, a evolução positiva registada (de -0,69 para -0,22) no apoio financeiro está associada ao apoio privado (por exemplo de *Business Angels*) e aos fundos de capital (destacando-se o capital de risco) disponível para novas empresas ou em crescimento. Contudo, o financiamento por intermédio das IPO⁵ e o capital alheio disponível para empresas novas e em crescimento, foi considerado como insuficiente (GEM 2007: 42).

³ O Relatório de 2007 foi realizado pela Sociedade Portuguesa de Inovação (SPI), com a colaboração do IAPMEI, da Fundação Luso-Americana para o Desenvolvimento e do Grupo Banco Espírito Santo. Os relatórios portugueses anteriores, elaborados em 2001 e 2004 foram assegurados através da manutenção da equipe do NOVA FORUM - Instituto de Educação Executiva da Faculdade de Economia da Universidade Nova de Lisboa, com o apoio da SPI. O relatório português referente o ano de 2004 é patrocinado pelo POEFDS.

⁴ Estas condições estruturais do empreendedorismo, encontram-se subdivididos em 10 factores de relevo, enumerados da seguinte forma: (1) apoio financeiro; (2) políticas governamentais; (3) programas governamentais; (4) educação e formação; (5) transferência de resultados de investigação & desenvolvimento; (6) infraestrutura comercial e profissional; (7) abertura do mercado interno; (8) acesso a infraestruturas físicas; (9) normas sociais e culturais; (10) proteção de direitos de propriedade intelectual.

⁵ As IPO's são uma das formas de desinvestimento de capital de risco que permitirão realizar saídas com sucesso, elevando as expectativas relativas ao potencial de valorização das saídas de novos investimentos de capital de risco (Félix, 2005).

O boom da atividade de capital de risco que se assistiu nos EUA, em finais da década de noventa, superou o primeiro período de crescimento da indústria, impulsionada pela forte expansão da indústria da internet e afins a seguir ao IPO da *Netscape* em Agosto de 1995.

O mercado favorável de IPO's permaneceu até ao colapso do *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System* (NASDAQ) e das ações da Internet em Março de 2000, o que provocou uma queda enorme das atividades do capital de risco (Seppä 2003: 8-9).

A evolução recorde referida que a atividade demonstrou nos EUA, sofreu uma enorme quebra desde 2001, o que segundo a *National Venture Capital Association* (NVCA) se deveu aos seguintes factores como (Félix, 2005: 6):

- O abrandamento da dinâmica das IPO's e do mercado de fusões e aquisições, a quebra da bolsa de valores do NASDAQ e os acontecimentos de 11 de Setembro vieram afectar a confiança e optimismo dos investidores;
- Uma maior preocupação dos investidores em acompanhar as empresas participadas e não na prospecção e análise de novos projetos de investimento;
- A diminuição das taxas internas de rendibilidade associadas aos Fundos Capital de Risco (FCR);
- Uma maior diversificação dos investimentos realizados pelos operadores nos sectores de atividade, deixando os investimentos de estar tão dependentes das tecnologias de informação (indústria do software), apoiando sectores ligados às ciências da vida (biotecnologia, equipamentos e serviços hospitalares, etc.).

GRÁFICO 3 – Compromissos⁶ anuais de *Private Equity* entre 1980 e 2009



Fonte: NVCA Yearbook 2010

Na literatura publicada, diversos autores⁷ reconhecem que o desenvolvimento da atividade de capital de risco em Portugal, desde 1986, atravessou por diversas fases.

Numa primeira fase (1986-1991), assistiu-se a um crescimento sucessivo do número de SCR em atividade e dos montantes disponíveis pelo sector, sendo constituídas por um conjunto diversificado de acionistas (Silva, 1995). Este incremento do número de SCR deveu-se a inúmeros factores, como: “o aproveitamento dos fundos da Comunidade Europeia, pela criação de diversos benefícios fiscais e pela crença de que o capital de risco era uma atividade onde se poderiam obter resultados elevados de forma expedita” (Espírito Santo & Pimentel, 2004: 22).

A segunda fase (de 1992 a 1998) caracterizou-se por uma redução do número de SCR e pelo incremento dos valores disponíveis pelo sector, que só foi possível devido à constituição de fundos específicos para o sector, os designados FCR e os FRIE⁸ - Fundos de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (Silva, 1995).

⁶ Tal como definido pela *Thomson Reuters*, os compromissos de capital, também conhecidos como captação de recursos (*fundraising*), são compromissos de capital de empresa para parcerias de *private equity* limitado por investidores externos. Para efeitos destas estatísticas, os termos “compromissos de capital” e “angariação de fundos” são usados alternadamente.

⁷ Silva (1995); Bentes (1997); Espírito Santo & Pimentel (2004).

⁸ Os FRIE foram o novo instrumento financeiro criado no final de 1993 pelo Ministério da Indústria, para fazer face ao esgotar da significativa intervenção que as duas SCR (NORPEDIP e SULPEDIP) tinham tido desde 1989. Eram fundos de investimento mobiliário

Segundo este autor, esta redução e concentração fez com que as SCR em atividade se agrupassem em dois grandes grupos, constituídas por um único acionista, que eram lideradas por instituições financeiras ou então constituídas maioritariamente por capitais públicos e que procuravam concretizar políticas sectoriais.

No entanto, após 1991, no que diz respeito ao tipo de investimento realizado pelas SCR, este caracterizou-se, segundo Rodrigues (1995) por apoiar empresas em fase de expansão e recuperação em detrimento de empresas em fase de arranque. Se compararmos a evolução do capital de risco português em relação a outros países, tendo como base comparativa a percentagem que este representa no PNB, durante o período de 1999 a 2002, este corresponde apenas a 0,09% do PNB, muito abaixo dos valores médios encontrados para a UE, predominando os investimentos em empresas numa fase de expansão (Tejada, 2003).

A evolução em Portugal a partir de 2002, segundo dados recolhidos junto da Associação Portuguesa de Capital de Risco (APCRI), caracterizou-se por uma expansão do total investido, dos novos investimentos realizados e dos fundos captados pelo sector, à exceção do ano de 2006 onde houve retrocesso destes valores.

3. METODOLOGIA

Para atingirmos os objetivos de investigação definidos, procedeu-se a uma recolha de dados através da aplicação de questionários estruturados às SCR associadas da APCRI (membros efetivos) e a algumas das suas participadas em atividade no ano de 2009/2010, tendo estes sido entregues pessoalmente ou enviados por correio electrónico.

Das 20 associadas inscritas no sítio da internet da APCRI como membros efetivos (<http://www.apcri.pt/>), obtivemos resposta de 15 representantes das mesmas ao questionário por correio normal ou electrónico.

No que se refere às participadas, procuramos abranger um maior número de empresas num estado de desenvolvimento inicial, só tendo obtido 25 respostas por correio electrónico, apesar de terem sido enviados questionários a 178 empresas⁹. Do total da amostra respondente, 16 das participadas encontravam-se numa fase inicial (*seed capital*, *startup* ou *early stage*) e 9 empresas estavam num estado de desenvolvimento mais avançado (expansão, MBO, MBI ou reestruturação), dando uma visão global do mercado de capital de risco.

No que diz respeito às variáveis a analisar e que foram incluídas nos questionários, procuramos avaliar a percepção de ambos os intervenientes no mercado de capital de risco formal sobre esta modalidade de financiamento, bem como sobre várias fases do processo de investimento e de relacionamento entre SCR e empreendedores, nomeadamente:

- Vantagens do capital de risco para o empreendedor (na óptica das SCR e das suas participadas);
- Fase de avaliação e seleção de propostas:
 - Aspectos mais valorizados na seleção de projetos;
 - Importância do PN e aspectos mais importantes na sua elaboração.
- Fase de negociação do acordo:
 - Importância da definição das condições de entrada na negociação do contrato;
 - Maiores dificuldades dos intervenientes no processo de negociação;
 - Fatores mais importantes a inserir no acordo parassocial (e sua avaliação como potencial entrave à gestão).
- Fase de acompanhamento: Atividades de acompanhamento do investimento (além da área financeira);
- Fase de desinvestimento:
 - Opções preferidas de desinvestimento na participada;
 - Razões apontadas para o insucesso dos projetos de investimento (só na óptica da SCR).
- Principais entraves ao desenvolvimento do capital de risco em Portugal.

aberto e tiveram como objectivo principal apoiar empresas que pretendessem desenvolver um processo iterativo de reestruturação ou internacionalização (Espírito Santo & Pimentel, 2004).

⁹ Dada a impossibilidade das SCR, constituídas na sua grande maioria por bancos, disponibilizarem a designação social ou contacto das participadas por motivos de confidencialidade, a recolha destes contactos só foi possível por intermédio dos *sites* das SCR, onde disponibilizavam a designação social das suas participadas, e de um ficheiro disponibilizado pelo Ministério da Economia, da Inovação e do Desenvolvimento, que continha uma lista com a designação social das participadas (em 15/12/2009). Posteriormente foi necessário recolher mais informações das participadas (endereço electrónico, telefone, etc.) com a ajuda dos motores de pesquisa da internet, construindo-se assim a base de dados com o universo destas empresas participadas em Portugal.

Assim, foram construídos dois instrumentos de recolha de dados (questionários) para serem aplicados a cada um dos intervenientes no mercado de capital de risco formal, os quais continham questões similares sobre algumas destas variáveis, de forma a avaliar as semelhanças e diferenças entre ambas as perspectivas.

Neste estudo descritivo, os dados recolhidos na amostra, foram devidamente tratados, eliminadas as respostas inconsistentes e incompletas, utilizando na análise dos dados o programa informático SPSS e aplicando métodos de análise de dados não paramétricos, de modo a descrever as semelhanças e diferenças de perspectivas entre os representantes das SCR e os empreendedores responsáveis pelas empresas participadas.

TABELA 4 – Conversão da escala de importância utilizada no questionário

Escala de Importância	Nova escala de Importância
1- Nada Importante;	1- Não é considerado Importante ou Muito Importante;
2- Importante;	
3- Não sabe/Não Responde/Não Aplicável;	
4- Importante;	2- Importante ou Muito Importante.
5- Muito Importante.	

Atendendo a que estamos a trabalhar com variáveis não paramétricas e de forma a avaliarmos a significância estatística das diferenças encontradas nas respostas obtidas às questões similares por tipo de inquirido, utilizamos o teste *Chi-Square*, com recurso ao SPSS. Face ao reduzido número de respostas obtidas para cada grupo de intervenientes e de forma a melhorarmos a validade do teste, optamos por simplificar a tabela de contingência (para 2x2), convertendo as 5 categorias originais obtidas para as escalas de importância e de concordância utilizadas no questionário (ver tabelas 4 e 5) e atribuindo uma escala de significância (* p <0,01-Elevada; ** p <0,05- Média; *** p <0,10 -Reduzida) aos resultados obtidos nesse teste estatístico.

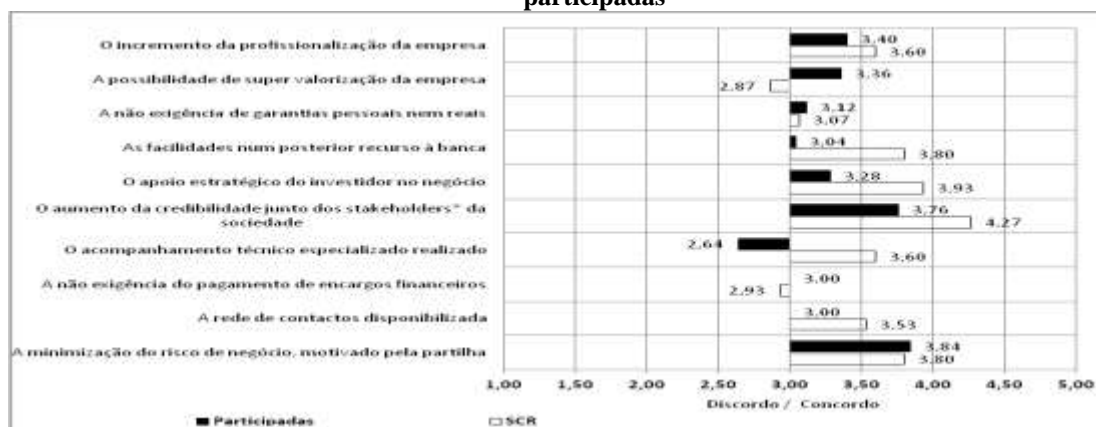
TABELA 5 – Conversão da escala de concordância utilizada no questionário

Escala de Concordância	Nova escala de Concordância
1- Discordo Totalmente;	1- Não existe Concordância;
2- Discordo;	
3- Nem Discordo, Nem Concordo;	
4- Concordo;	2- Concordo ou Concordo totalmente.
5- Concordo Totalmente.	

4. RESULTADOS

A percepção das vantagens decorrentes deste instrumento de financiamento para os investidores institucionais (fornecedores de recursos) e para as participadas/ empreendedores (utilizadores desses mesmos recursos) são ligeiramente diferentes.

GRÁFICO 4 – Vantagens do capital de risco para o empreendedor nas ópticas das SCR e das participadas



Fonte: Questionário às SCR e às participadas

Escala: Discordo Totalmente (1); Discordo (2); Nem Discordo, Nem Concordo (3); Concordo (4) e Concordo Totalmente (5)

Na apreciação dos resultados médios obtidos, sobre o nível de concordância quanto às vantagens que pressupõe o financiamento via capital de risco para os empreendedores, as SCR destacam os seguintes aspectos: o aumento da credibilidade junto dos *stakeholders* da sociedade (4,27), o apoio estratégico do investidor do negócio (3,93), as facilidades num posterior recurso à banca e a minimização do risco de negócio, motivado pela partilha (3,80). Para as participadas, existe uma maior concordância em aspectos como: a minimização do risco de negócio motivado pela partilha (3,84) e o aumento da credibilidade junto dos *stakeholders* da sociedade (3,76).

TABELA 6 – Avaliação estatística das maiores diferenças das perspectivas quanto às vantagens que levam o empreendedor a escolher o capital de risco

Vantagens do capital de risco para o empreendedor nas ópticas das SCR e das participadas	Pearson Chi-Square Asymp. Sig. (2-sided) a) b)	
A rede de contactos disponibilizada	0,109	
O acompanhamento técnico especializado realizado	0,138	PNG
O aumento da credibilidade junto dos <i>stakeholders</i> * da sociedade	0,187	PNG
O apoio estratégico do investidor no negócio	0,026	**
As facilidades num posterior recurso à banca	0,022	**
A possibilidade de super valorização da empresa	0,077	***

Fonte: Questionário às SCR e às participadas

- a) Construção de uma tabela 2 X 2, convertendo as categorias da escala atribuída no questionário (ver Tabela 5).
b) Escala de significância atribuída, * p <0,01 (Elevada); ** p <0,05 (Média); *** p <0,10 (Reduzida) ou PNG: pressupostos não garantidos, existindo células com valor esperado inferior a 5.

Nos aspectos onde existem maiores diferenças entre as médias das respostas das SCR e das participadas, aplicamos o teste *Chi-Square* de forma a determinar onde essas diferenças são estatisticamente significativas. Assim, verificamos que a distribuição dos respondentes consoante o tipo de inquirido (SCR e participada) varia quanto à concordância das vantagens que levam o empreendedor a escolher esta fonte de financiamento, em aspectos como as facilidades num posterior recurso à banca e o apoio estratégico do investidor no negócio (participados discordam mais), bem como a possibilidade de super valorização da empresa (SCR revelam maior discordância).

TABELA 7 – Aspectos valorizados na seleção de projetos

Aspectos valorizados na seleção de projetos	Tipo de Inquirido	Média das respostas	Pearson Chi-Square Asymp. Sig. (2-sided) a) b)	
As previsões fundamentadas do desenvolvimento do negócio	SCR	4,53	0,040	PNG
	Participadas	4,12		
A viabilidade do projeto	SCR	4,93	0,433	PNG
	Participadas	4,68		
As motivações, dedicação e honestidade dos empreendedores na concretização do projeto	SCR	4,80	0,261	PNG
	Participadas	4,68		
O perfil psicológico, formação e a experiência de gestão do empreendedor	SCR	4,20	0,819	PNG
	Participadas	4,36		
O potencial de crescimento no mercado alvo	SCR	4,40	0,414	PNG
	Participadas	4,08		
A qualidade, clareza e a objectividade do plano de negócios apresentado	SCR	4,13	0,253	PNG
	Participadas	4,08		
O carácter inovador do projeto, do produto ou do seu processo produtivo	SCR	3,40	0,001	*
	Participadas	4,20		
O conhecimento do sector/mercado e <i>apport</i> de contactos do empreendedor no mercado alvo	SCR	4,33	0,591	PNG
	Participadas	4,12		

Fonte: Questionário às SCR e às participadas

Escala: Nada Importante (1); Pouco Importante (2); Não Sabe/Não Responde/Não Aplicável (3); Importante (4) e Muito Importante (5).

- a) Construção de uma tabela 2 X 2, convertendo as categorias da escala atribuída no questionário (ver Tabela 4).
b) Escala de significância atribuída, * p <0,01 (Elevada); ** p <0,05 (Média); *** p <0,10 (Reduzida) ou PNG: pressupostos não garantidos, existindo células com valor esperado inferior a 5.

Os aspectos mais valorizados na seleção e avaliação de projetos apresentados na tabela anterior, conforme referido na parte teórica, podem ser agrupados em dois grandes grupos: na oportunidade de negócio apresentada e no perfil do empreendedor.

Dado que os representantes das SCR e das participadas tendem a atribuir importância a quase todos os aspectos apontados no questionário, a aplicação do teste do *Chi-Square* raramente garante os seus pressupostos¹⁰, só são comprovadas diferenças de percepções entre SCR e participadas na variável que se refere ao carácter inovador do projeto, do produto ou do seu processo produtivo (SCR revelam maior discordância).

A importância do PN na seleção e avaliação de projetos, segundo a escala atribuída: (1) Fundamental; (2) Muita; (3) Reduzida; (4) Nenhuma; foi considerado pelas SCR como fundamental (por 87% - 13 SCR) ou de muita importância (por 13% - 2 SCR). A maior parte das participadas consideram o PN como fundamental na seleção e avaliação de projetos de investimento (68% - 17 participadas) mas não numa percentagem tão elevada como a encontrada para as SCR, atribuindo-lhe muita importância 32% (8) das participadas.

Durante a fase de preparação e elaboração do PN, existem diversos aspectos que investidores e empreendedores consideram importantes na seleção e avaliação de projetos, não havendo variáveis com diferenças de opiniões estatisticamente significativas entre as SCR e as participadas. Assim, só temos uma diferença de opiniões comprovada pelo teste do *Chi-Square* no que diz respeito à importância da gestão das operações correntes a incluir no plano de negócio (mais valorizada pelas SCR do que pelas participadas).

TABELA 8 – Aspectos importantes na elaboração do plano de negócios

Aspectos importantes na elaboração do PN	Tipo de Inquirido	Média das respostas	Pearson Chi-Square Asymp. Sig. (2-sided) a) b)	
O histórico da companhia e/ou dos promotores	SCR	3,93	0,237	PNG
	Participadas	4,44		
O enquadramento do negócio	SCR	4,13	0,586	PNG
	Participadas	4,20		
A definição da missão, objectivos e estratégias a implementar no negócio	SCR	4,07	0,747	PNG
	Participadas	3,96		
A análise do sector e do meio envolvente (clientes, concorrentes, ...)	SCR	4,60	0,024	PNG
	Participadas	4,00		
A descrição do produto e dos serviços idealizados	SCR	4,20	0,102	PNG
	Participadas	4,00		
O plano de marketing	SCR	4,00	0,045	PNG
	Participadas	3,60		
A organização dos recursos (humanos, materiais, etc.)	SCR	3,80	0,392	---
	Participadas	3,68		
A gestão das operações correntes	SCR	3,60	0,060	***
	Participadas	3,24		
A correcta identificação dos riscos envolvidos	SCR	4,33	0,591	PNG
	Participadas	4,20		
O processo de implementação do plano	SCR	4,40	0,591	PNG
	Participadas	4,00		
Um plano económico e financeiro atingível das projecções elaboradas	SCR	4,67	0,064	PNG
	Participadas	4,24		

Fonte: Questionário às SCR e às participadas

Escala: Nada Importante (1); Pouco Importante (2); Não Sabe/Não Responde/Não Aplicável (3);

Importante (4) e Muito Importante (5).

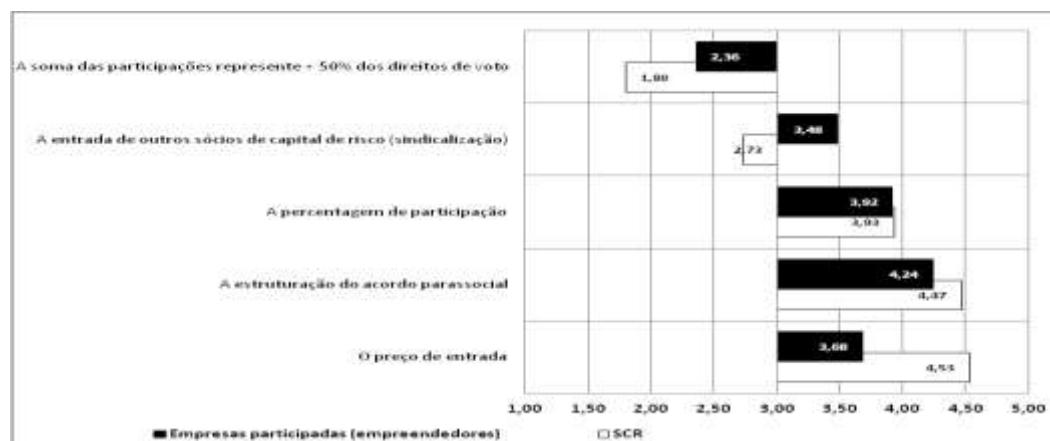
a) Construção de uma tabela 2 X 2, convertendo as categorias da escala atribuída no questionário (ver Tabela 4).

b) Escala de significância atribuída, * p <0,01 (Elevada); ** p <0,05 (Média); *** p <0,10 (Reduzida) ou PNG: pressupostos não garantidos, existindo células com valor esperado inferior a 5.

Na negociação do acordo entre estes dois intervenientes no mercado do capital de risco, que pode finalizar com a participação do investidor de capital de risco (SCR) na empresa, é necessário que ambos cheguem a um acordo na definição das condições de entrada. Os aspectos mais importantes no momento da negociação do acordo, no que respeita à definição das condições de entrada são os mesmos para as SCR e para os empreendedores, e dizem respeito ao preço de entrada, à estruturação do acordo parassocial e à percentagem de participação.

¹⁰ Segundo Maroco (2003, p. 90), o teste do *Chi-Square* “só pode ser aplicado com rigor quando se verificam todas as condições seguintes: (1) N > 20; (2) todos os valores esperados sejam superiores a 1 e (3) que pelo menos 80% dos valores esperados sejam superiores ou iguais a 5.

GRÁFICO 5 – A importância da definição das condições de entrada



Fonte: Questionário às SCR e às participadas

Escala: Nada Importante (1); Pouco Importante (2); Não Sabe/Não Responde/Não Aplicável (3); Importante (4) e Muito Importante (5).

Quanto à possibilidade da entrada de outros sócios de capital de risco na sociedade (sindicalização), existe em termos médios, uma diferença estatisticamente significativa (comprovada pelo teste do *Chi-Square*) com as participadas a atribuírem maior importância do que as SCR a esta variável na definição das condições de entrada.

Quando analisadas as diferenças de opinião entre ambos os intervenientes no mercado de capital de risco quanto às dificuldades sentidas no processo de negociação, a comparação das respostas utilizando o teste *Chi-Square* mostra que as participadas revelam maior discordância quanto à negociação das condições de entrada para as SCR e na inclusão de cláusulas no acordo que obriguem ao cumprimento de deveres pelas partes envolvidas.

TABELA 9 – Dificuldades no processo de negociação

Dificuldades no processo de negociação	Tipo de Inquirido	Média das respostas	Pearson Chi-Square Asymp. Sig. (2-sided) a) b)	
As condições de entrada	SCR	3,87	0,026	**
	Participadas	3,32		
A inclusão de cláusulas no acordo que obriguem ao cumprimento de deveres pelas partes envolvidas	SCR	3,80	0,005	*
	Participadas	3,08		
O plano de investimento e de desinvestimento nas empresas participada	SCR	3,40	0,170	PNG
	Participadas	3,00		
A distribuição dos lucros	SCR	2,00	0,261	PNG
	Participadas	2,44		
O apoio financeiro e técnico a facultar à gestão da empresa	SCR	2,13	0,008	PNG
	Participadas	3,12		

Fonte: Questionário às SCR e às participadas.

Escala: Discordo Totalmente (1); Discordo (2); Nem Discordo, Nem Concordo (3); Concordo (4) e Concordo Totalmente (5).

- a) Construção de uma tabela 2 X 2, convertendo as categorias da escala atribuída no questionário (ver Tabela 5).
b) Escala de significância atribuída, * p <0,01 (Elevada); ** p <0,05 (Média); *** p <0,10 (Reduzida) ou PNG: pressupostos não garantidos, existindo células com valor esperado inferior a 5.

É de referir ainda que, face às dificuldades apontadas durante o processo de negociação e pela complexidade do acordo, 96% (24 de 25) das participadas inquiridas pensam que o apoio de um especialista pode ser vantajoso durante o processo.

Os intervenientes no processo de negociação (SCR e participadas) quando questionados sobre se o acordo pode constituir um entrave importante à gestão da empresa participada, 13 % das SCR (2 SCR) responderam que sim, um valor mais reduzido quando comparado com os 36% das participadas inquiridas (9 participadas). No que se refere aos aspectos a inserir no acordo, em termos médios, ambos intervenientes destacaram a inclusão das condições de saída e uma estruturação do acordo flexível e eficiente, dotada de uma política de incentivos que permita o alinhamento de interesses.

Embora não existam diferenças estatisticamente significativas nas respostas dadas por ambos os intervenientes, é nos mecanismos de resolução de conflitos (apesar de ambos lhe atribuírem importância), que existe um maior distanciamento entre as opiniões médias dos investidores e das suas participadas.

TABELA 10 – Aspectos ou factores a inserir no acordo

Aspectos / Factores a inserir no acordo	Tipo de Inquirido	Média das respostas	Pearson Chi-Square Asymp. Sig. (2-sided) a) b)	
As condições de entrada das SCR	SCR	3,93	0,522	PNG
	Participadas	4,08		
Uma estruturação do acordo flexível e eficiente, dotada de uma política de incentivos que permita o alinhamento de interesses	SCR	4,27	0,267	PNG
	Participadas	4,32		
A definição dos princípios orientadores da política empresarial a ser adoptada durante a fase de investimento	SCR	3,87	0,572	PNG
	Participadas	4,00		
Os mecanismos de resolução de conflitos	SCR	3,80	0,850	PNG
	Participadas	4,16		
As condições de saída	SCR	4,67	0,261	PNG
	Participadas	4,60		

Fonte: Questionário às SCR e às participadas

Escala: Nada Importante (1); Pouco Importante (2); Não Sabe/Não Responde/Não Aplicável (3);

Importante (4) e Muito Importante (5).

- a) Construção de uma tabela 2 X 2, convertendo as categorias da escala atribuída no questionário (ver Tabela 4).
b) Escala de significância atribuída, * p <0,01 (Elevada); ** p <0,05 (Média); *** p <0,10 (Reduzida) ou PNG: pressupostos não garantidos, existindo células com valor esperado inferior a 5.

As atividades de acompanhamento do investidor (SCR) podem ir além da área financeira, com 87% (13 SCR) dos investidores inquiridos a afirmarem apoiar as participadas em outras áreas, enquanto apenas 36% das participadas inquiridas (9) afirmam ser apoiadas em outras áreas do negócio, sendo estas diferenças estatisticamente significativas.

TABELA 11 – Atividades de acompanhamento do investimento para além da área financeira

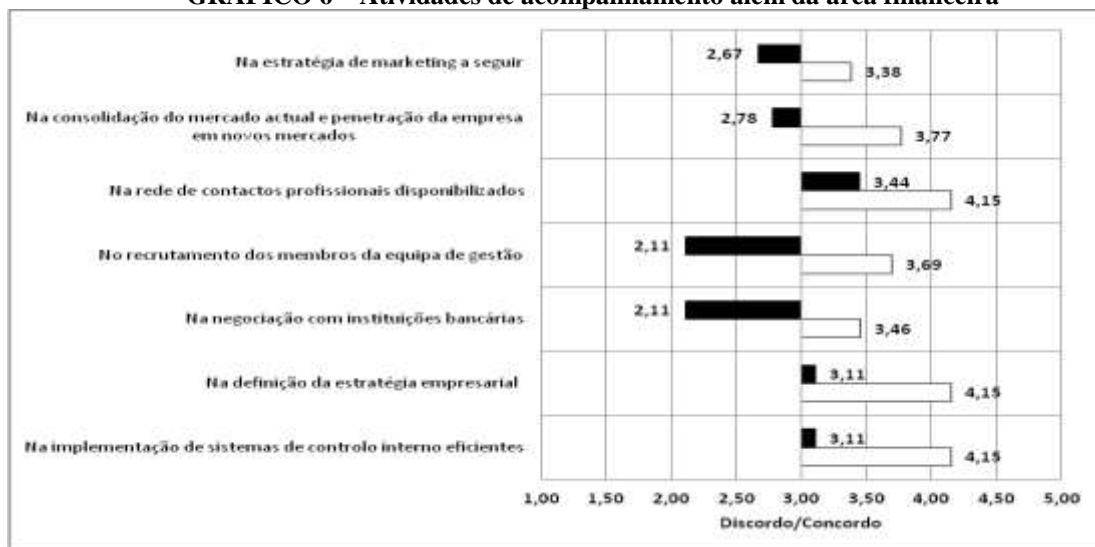
Tipo de Inquirido	Frequências das Respostas		Pearson Chi-Square Asymp. Sig. (2-sided) a) b)	
SCR	Sim (1)	13	0,002	*
	Não (2)	2		
	NS/NR/NA (9)	0		
Participadas	Sim (1)	9		
	Não (2)	15		
	NS/NR/NA (9)	1		

Fonte: Questionário às SCR e às participadas.

- a) Construção de uma tabela 2 X 2, convertendo as categorias: Sim(1) em Sim(1); Não(2) e NS/NR/NA(9) em Não e NS/NR/NA (2).
b) Escala de significância atribuída, * p <0,01 (Elevada); ** p <0,05 (Média); *** p <0,10 (Reduzida) ou PNG: pressupostos não garantidos, existindo células com valor esperado inferior a 5.

No grupo das SCR que prestam auxílio em áreas para além da financeira, existe uma maior concordância de apoio na rede de contactos profissionais disponibilizada (4,15), na definição da estratégia empresarial (4,15), na implementação de sistemas de controlo interno eficientes (4,15), na consolidação do mercado atual e penetração da empresa em novos mercados (3,77) e no recrutamento dos membros da equipa de gestão (3,69). As participadas apoiadas têm opiniões divergentes das SCR, pois pela análise do gráfico abaixo constata-se haver uma tendência discrepante entre as SCR e as participadas quanto ao apoio para além da área financeira, na estratégia de marketing a seguir, na consolidação do mercado atual e penetração da empresa em novos mercados, no recrutamento dos membros da equipa de gestão e no apoio à negociação com instituições bancárias.

GRÁFICO 6 – Atividades de acompanhamento além da área financeira



Fonte: Questionário às SCR e às participadas.

Escala: Discordo Totalmente (1); Discordo (2); Nem Discordo, Nem Concordo (3); Concordo (4) e Concordo Totalmente (5).

No que diz respeito às formas preferenciais de saída da SCR do capital das suas participadas, a primeira opção escolhida pelas SCR inquiridas para efetuar o desinvestimento foi a venda a terceiros (54%), com a dissolução ou liquidação da empresa a ser a opção obviamente menos preferida.

TABELA 12 – As opções de desinvestimento na participada

Opções de desinvestimento	Tipo de Inquirido	1ª	2ª	3ª	4ª	5ª
A recompra da participação pela própria empresa (<i>buy back</i>)	SCR	39%	23%	38%	0%	----
	Participadas	64%	20%	12%	4%	----
A venda a terceiros	SCR	54%	46%	0%	0%	----
	Participadas	16%	52%	28%	4%	----
A venda no mercado de capitais	SCR	8%	31%	46%	15%	----
	Participadas	20%	24%	48%	8%	----
A dissolução ou liquidação da empresa (<i>write-off</i>)	SCR	0%	0%	8%	85%	7%
	Participadas	0%	4%	12%	84%	----

Fonte: Questionário às SCR e às participadas (dos 15 questionários aplicados às SCR, apenas obtivemos resposta de 13 SCR).

Para as participadas a primeira opção de desinvestimento mais desejada seria a recompra da participação pela própria empresa (*buy back*) (64%).

As razões para o insucesso dos projetos de investimento com que as SCR mais concordam têm a ver com as condições externas desfavoráveis (87% - 13 SCR), com uma má equipa de gestão (60% - 9 SCR), com a insuficiente rentabilidade (53% - 8 SCR) e com um mau PN (33% - 5 SCR).

TABELA 13 – Razões para o insucesso de um investimento

Razões de insucesso	Discordância		NS/ NR/NA	Concordância	
	1	2		4	5
Mau plano de negócios	0%	14%	53%	20%	13%
Condições externas desfavoráveis	0%	0%	13%	47%	40%
Rentabilidade insuficiente	0%	7%	40%	33%	20%
Má equipa de gestão	0%	20%	20%	47%	13%

Fonte: Questionário às SCR.

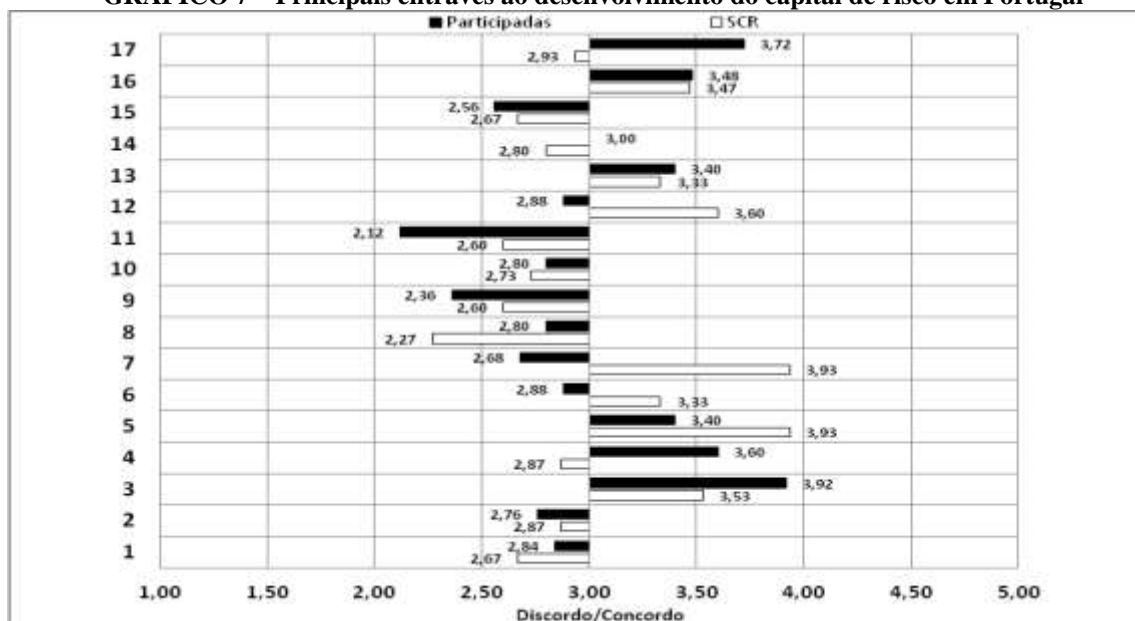
Escala: Discordo Totalmente (1); Discordo (2); Nem Discordo, Nem Concordo (3); Concordo (4) e Concordo Totalmente (5).

Das respostas obtidas, 2 SCR destacaram ainda a existência de outras razões para o insucesso, como a implementação de um projeto insuficiente e desadequado, a dificuldade em fazer inflexão da estratégia ou do plano operacional em caso de necessidade e as divergências entre a equipa de gestão.

De forma a verificar as perspectivas das SCR e das suas participadas sobre os principais entraves ao desenvolvimento do capital de risco em Portugal, os inquiridos foram confrontados com as seguintes variáveis para análise do seu grau de concordância:

- 1: A insuficiência de fundos de capital de risco
- 2: As equipas de promotores/gestores com pouca credibilidade
- 3: A falta de experiência e tradição nesta área
- 4: A oferta de capital de risco ser promovida por bancos
- 5: A mentalidade dos empresários portugueses
- 6: A escassez de projetos com potencial de valorização
- 7: O risco de perda de controlo pelo empreendedor
- 8: A fiscalidade aplicada à atividade das SCR
- 9: A percepção que o capital de risco apenas apoia projetos de elevado risco
- 10: Um processo de decisão de investimento mais formal e possivelmente mais lento que em outras fontes de financiamento
- 11: A falta de apoio governamental ao capital de risco
- 12: A dificuldade na saída do investidor da empresa participada
- 13: A falta de informação e conhecimentos do empreendedor em relação aos aumentos de capital externo, do capital de risco e das SCR
- 14: A falta de capital de risco nas fases iniciais da empresa
- 15: A não transferência de informação do empreendedor para o investidor sobre os aspectos mais relevantes do seu negócio
- 16: A não existência de uma performance histórica de grandes resultados
- 17: A dificuldade do investidor em avaliar projetos de alta tecnologia

GRÁFICO 7 – Principais entraves ao desenvolvimento do capital de risco em Portugal



Fonte: Questionário às SCR e às participadas.

Escala: Discordo Totalmente (1); Discordo (2); Nem Discordo, Nem Concordo (3); Concordo (4) e Concordo Totalmente (5).

Nas respostas médias obtidas sobre os principais entraves ao desenvolvimento do capital de risco em Portugal, verifica-se existir maior concordância das SCR quanto a aspectos como o risco de perda de controlo pelo empreendedor (7= 3,93), a mentalidade dos empresários portugueses (5= 3,93), a dificuldade na saída do investidor da empresa participada (12= 3,60), a falta de experiência e tradição nesta área (3= 3,53) e a não existência de uma performance histórica de grandes resultados (16= 3,47).

As participadas inquiridas revelam, em termos médios, maior concordância com a falta de experiência e tradição nesta área (3= 3,92), a dificuldade do investidor em avaliar projetos de alta tecnologia (17= 3,72), a oferta de capital de risco ser promovida por bancos (4= 3,60) e a não existência de uma performance histórica de grandes resultados (16= 3,48) como os principais entraves ao desenvolvimento do capital de risco nacional.

A variável onde existe, em termos médios, uma maior discordância por parte das SCR quanto aos entraves ao desenvolvimento do capital de risco, têm a ver com a fiscalidade aplicada à atividade das SCR (8= 2,27) e essa discordância por parte das participadas inquiridas é maior quando se fala na falta de apoio governamental ao capital de risco (11= 2,12) e na percepção de que o capital de risco apenas apoia projetos de elevado risco (9= 2,36).

Aplicando o teste estatístico do *Chi-Square* para avaliar as diferenças entre os dois tipos de intervenientes no mercado do capital de risco, verificamos que essa divergência de opiniões é estatisticamente significativa no que diz respeito:

- à oferta de capital de risco ser promovida por bancos (4), com as SCR a discordarem (2,87) e as participadas a concordarem com a existência deste entrave ao desenvolvimento do capital de risco em Portugal (3,60);
- ao risco de perda de controlo pelo empreendedor (7), com maior concordância das SCR (3,93) e maior discordância das participadas (2,68);
- à dificuldade na saída do investidor da empresa participada (12) com uma tendência mais concordante das SCR (3,60) e mais discordante para as participadas (2,88);
- e à dificuldade do investidor em avaliar projetos de alta tecnologia (17), sendo este um aspecto onde as participadas revelam maior concordância (3,72) do que as SCR (2,93).

TABELA 14 – Principais entraves ao desenvolvimento do capital de risco em Portugal

Var.	Principais entraves ao desenvolvimento do Capital de Risco em Portugal	Pearson Chi-Square Asymp. Sig. (2-sided) a) b)	
1	A insuficiência de fundos de capital de risco	0,850	PNG
2	As equipas de promotores/gestores com pouca credibilidade	0,204	PNG
3	A falta de experiência e tradição nesta área	0,722	PNG
4	A oferta de capital de risco ser promovida por bancos	0,007	*
5	A mentalidade dos empresários portugueses	0,505	---
6	A escassez de projetos com potencial de valorização	0,354	---
7	O risco de perda de controlo pelo empreendedor	0,002	*
8	A fiscalidade aplicada à atividade das SCR	0,591	PNG
9	A percepção que o capital de risco apenas apoia projetos de elevado risco	0,591	PNG
10	Um processo de decisão de investimento mais formal e possivelmente mais lento que em outras fontes de financiamento	0,285	PNG
11	A falta de apoio governamental ao capital de risco	0,586	PNG
12	A dificuldade na saída do investidor da empresa participada	0,003	*
13	A falta de informação e conhecimentos do empreendedor em relação aos aumentos de capital externo, do capital de risco e das SCR	0,935	---
14	A falta de capital de risco nas fases iniciais da empresa	1,000	---
15	A não transferência de informação do empreendedor para o investidor sobre os aspectos mais relevantes do seu negócio	0,769	---
16	A não existência de uma performance histórica de grandes resultados	0,870	---
17	A dificuldade do investidor em avaliar projetos de alta tecnologia	0,005	*

Fonte: Questionário às SCR e às participadas.

Escala: Discordo Totalmente (1); Discordo (2); Nem Discordo, Nem Concordo (3); Concordo (4) e Concordo Totalmente (5).

- a) Construção de uma tabela 2 X 2, convertendo as categorias da escala atribuída no questionário (ver Tabela 5).
b) Escala de significância atribuída, * p <0,01 (Elevada); ** p <0,05 (Média); *** p <0,10 (Reduzida) ou PNG: pressupostos não garantidos, existindo células com valor esperado inferior a 5.

As participadas apontam ainda para outros entraves ao desenvolvimento do capital de risco além das variáveis pré-definidas no questionário, considerando as SCR demasiado conservadoras, procurando mais as garantias, adotando um papel mais de “banqueiro” do que de investidor de risco. Referem também a falta de capital de risco acima de determinados montantes, a preparação (ou falta desta) dos avaliadores de projetos e destacam a pequena dimensão do mercado que não permite a especialização por áreas.

5. CONCLUSÕES

Face ao objetivo traçado de analisar as eventuais divergências entre as perspectivas dos empreendedores e das SCR que possam contribuir para que este instrumento financeiro tenha as suas potencialidades subaproveitadas em Portugal, vamos procurar sintetizar as diferenças de opiniões entre estes dois intervenientes no mercado de capital de risco formal.

Mas antes de evidenciarmos essas divergências, parece-nos ser de realçar o facto de ambos parecerem valorizar a importância da disponibilização da rede de contactos das empresas de capital de risco às participadas, bem como do aumento da credibilidade destas como resultado da ostentação da marca “participada por capital de risco”, bem como a concordância quanto ao facto da reduzida dimensão do mercado e falta de experiência e tradição nesta área serem um obstáculo ao desenvolvimento de operadores de capital de risco verdadeiramente especializados.

No que diz respeito às vantagens do capital de risco para o empreendedor, as SCR tendem a valorizar mais (do que as participadas) o apoio estratégico do investidor no negócio e as facilidades num posterior recurso à banca. Por outro lado, as participadas revelam maior concordância (do que as SCR) com a possibilidade de super valorização da empresa participada.

As SCR nacionais inquiridas atribuem menor importância do que as participadas ao carácter inovador do projeto, do produto ou do seu processo produtivo, contrariando um pouco uma característica apontada por Roquette (1995) às SCR e que se prendia com a sua obsessão por projetos inovadores.

Ambos os intervenientes atribuem elevada importância ao PN e aos aspetos a ter em atenção na sua elaboração, sendo a gestão das operações correntes o único ponto de divergência, pois é menos valorizado pelas participadas do que pelas SCR.

Na negociação do acordo, as maiores divergências verificam-se na maior concordância das SCR (do que as participadas) com as dificuldades sentidas com a inclusão de cláusulas no acordo que obriguem ao cumprimento de deveres pelas partes envolvidas e com a definição das condições de entrada. No que diz respeito a estas últimas, as participadas tendem a dar maior importância (do que as SCR) à entrada de outros sócios de capital de risco (sindicalização).

No que diz respeito às atividades de acompanhamento do investidor para além da área financeira, há uma diferença de perspectivas, com as SCR a afirmarem apoiar as suas participadas em outras áreas em maior número do que as participadas que afirmam receber esse apoio. As áreas onde essa divergência é maior são no apoio prestado à estratégia de marketing a seguir, à consolidação do mercado atual e penetração em novos mercados, ao recrutamento dos membros da equipa de gestão e à negociação com instituições bancárias (com as SCR a considerarem prestar maior apoio do que é reconhecido pelas participadas).

Também na opção preferida de desinvestimento na participada há uma divergência entre ambos os intervenientes, com as SCR a preferirem a venda a terceiros e as participadas a recompra da participação pela própria empresa.

Por fim, no que diz respeito aos entraves ao desenvolvimento do capital de risco em Portugal, também existem algumas diferenças de opinião relativamente significativas. As SCR revelam maior concordância (do que as participadas) com o risco de perda de controle pelo empreendedor e com a dificuldade na saída do investidor da empresa participada, ao passo que as participadas tendem a concordar mais (do que as SCR) com os entraves resultantes da oferta de capital de risco ser promovida por bancos e da dificuldade do investidor em avaliar projetos de alta tecnologia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banha, Francisco M. E. (2000). *Capital de Risco: Os tempos estão a mudar*. Lisboa: Editora Bertrand.
- Barry, Christopher B. (1994). New Directions in Research on Venture Capital Finance. *Financial Management*, 23, 3-15.
- Bentes, Sónia M. R. (1997). *O Capital de Risco em Portugal: Uma actividade emergente*. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, Lisboa, Portugal.
- Dornelas, José C. A. (2005). *Empreendedorismo: Transformando Ideias em Negócios* (2ª ed.). São Paulo: Elsevier.
- Esperança, José P. (1995). Rendibilidade, Liquidez e o Financiamento das PME's. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 47-54.
- Espírito Santo, Carolina I. P. & Pimentel, Sara M. F. (2004). *Gestão de Carteiras de Investimento: Capital de Risco*. Trabalho realizado no âmbito do Mestrado em Finanças, ISCTE, Lisboa. Recuperado em 12 maio, 2010, de http://www.gesventure.pt/newsletter/pdf/cr_gestao_cart_inv.pdf
- EVCA. (2007). *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. Recuperado em 21 agosto, 2008, de http://www.evca.com/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCGUIDE.pdf
- Félix, E.G.S. (2005). Caracterização do mercado de capital de risco na Europa. *Revista Economia Global e Gestão*, 10(3), 53-75.
- Ferreira, Rui P. S. (2004). O impacto da participação do capital de risco na rentabilidade das empresas. Working Paper n.º 16, *Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias*, Portugal.
- Gaspar, Fernando A. C. (2006). *O Capital de Risco, a Incubação e o Empreendedorismo: os critérios de selecção de projectos*. XVI Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica, realizadas em Évora, em 2 de Fevereiro de 2006, p. 4-6. Recuperado em 21 agosto, 2008, de <http://docentes.esgs.pt/fernando-gaspar/publ/Evora.pdf>
- GEM (2007). *Projecto GEM Portugal 2007*. Recuperado em 12 maio, 2010, de <http://www.spi.pt/Downloads/GEM.pdf>
- Gompers, Paul A. (1995). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 50 (5), 1461-1489.
- Hirish, Robert. D. & Peters, Michael P. (2002). *Empreendedorismo* (5ª ed.). Porto Alegre: Editora ARTMED.
- Leite, A. & Oliveira, F. (2007). *Empreendedorismo e Novas Tendências*. EDIT VALUE. Recuperado em 15 abril, 2008, de <http://www.editvalue.com/publicacoes/EmpreendedorismoeNovasTend%C3%A2ncias2007.pdf>
- Maroco, J. (2003). *Análise Estatística*. Lisboa: Sílabo.
- Moreira, José H. (2002). *Modelo de Gestão para incubação de Empresas orientado a Capital de Risco*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, Brasil.
- Pereira, João M. J. (1996). *Empresa, Empresário e Capital de Risco: Análise de problemas de informação e controlo*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia do Porto, Portugal.
- Rodrigues, Ana M. (1995). Capital de Risco. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 25-36.
- Roquette, José. (1995). Aspectos Práticos do Capital de Risco. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 79-90.
- Schmitt, Júnior Dalton (2002). *Financiamento das Pequenas e Médias Empresas: aspectos do processo de decisão empresarial e o instrumento de capital de risco*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Rio do Grande Sul, Porto Alegre, Brasil.
- Seppä, T. J. (2003). *Essays on the Valuation and Syndication of Venture Capital Investments*. Tese de Doutoramento não publicada, Helsinki University of Technology, Finlândia. Recuperado em 21 agosto, 2008, de <http://lib.tkk.fi/Diss/2003/isbn9512264129/isbn9512264129.pdf>
- Silva, Luís R. (1995). Evolução do Capital de Risco em Portugal. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 5-10.
- Soares, Rui G. (1995). Capital de Risco como Parceiro de Gestão. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 55-60.
- Tejada, R. (2003). Venture Capital Policy Review: Portugal, *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, 19, OECD Publishing. Recuperado em 19 abril, 2008, de [http://www.ois.oecd.org/olis/2003doc.nsf/LinkTo/NT000062FA/\\$FILE/JT00155576.PDF](http://www.ois.oecd.org/olis/2003doc.nsf/LinkTo/NT000062FA/$FILE/JT00155576.PDF)
- Titericz, R. (2003). *Caracterização dos fundos de investimentos de capital de risco brasileiro*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, Brasil.